

2017・2018年度の内外経済見通し

～個人消費がマイナスも堅調な景気回復は維持～

<要旨>

日本の2017年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.4%と7四半期連続でプラス成長を維持した。個人消費がマイナス、輸出がプラスになり、外需が再び経済回復を主導する形となったが、中身をみると設備投資や生産拡大による在庫変動が内需の押し上げ要因となっており、企業部門を中心とした景気回復は続いているとみられる。

先行きは、良好な雇用環境の下、足元で弱含んでいる所得の持ち直しが進むことで、個人消費が支えられ、内外需がバランス良く景気回復を支える姿へ戻るとみられ、2017年度の実質GDP成長率は+1.5%、2018年度は+1.1%と、1%を上回るペースで景気回復が続くと見込む。

先行きのリスクとして引き続き海外情勢に注意する必要がある。アジアでは北朝鮮情勢の膠着状態長期化や、痛みを伴う改革推進による中国経済減速、欧米では、米国のトランプ政治停滞で債務上限問題が先送りされることによる景気下振れ、英国とEUのBrexit交渉難航が挙げられる。いずれも先行きが不透明な状況が長引くことで、世界経済の減速や円高によって景気回復を続ける日本が腰折れする要因となり得る。

1. 7～9月期実質GDP成長率

日本の2017年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.4%と7四半期連続でプラス成長を維持した(図表1)。先期に実質GDP成長率の押し上げ要因となった個人消費がマイナスになった一方、輸出がプラスに転じ輸入がマイナスになることで、外需が再び経済回復を主導する形となった。内需の中身をみると、個人消費に加えて、住宅投資がマイナスになる等、個人部門は総じて弱さがみられたが、海外経済の回復や円安による好調な利益環境を背景に、設備投資や生産拡大による在庫変動が内需の押し上げ要因となっており、企業部門を中心とした景気回復は続いているとみられる。

図表1 実質GDP成長率

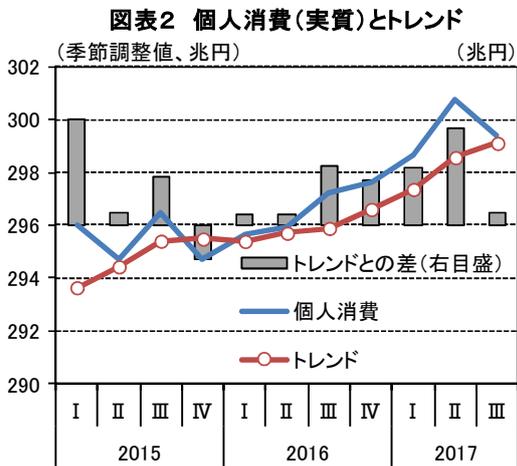
成長率	2016		2017		
	III	IV	I	II	III
実質GDP	+ 0.9	+ 1.6	+ 1.0	+ 2.6	+ 1.4
個人消費	+ 1.7	+ 0.5	+ 1.4	+ 2.8	▲ 1.8
住宅投資	+ 12.3	+ 1.1	+ 3.5	+ 4.6	▲ 3.5
設備投資	▲ 0.4	+ 7.6	+ 2.0	+ 1.9	+ 1.0
公的需要	+ 0.6	▲ 2.0	+ 0.0	+ 6.5	▲ 2.4
輸出	+ 8.7	+ 12.6	+ 8.0	▲ 0.8	+ 6.0
輸入	+ 0.3	+ 5.0	+ 5.6	+ 5.7	▲ 6.2
寄与度	(前期比年率、%ポイント)				
内需	▲ 0.6	+ 0.3	+ 0.6	+ 3.6	▲ 0.6
個人消費	+ 1.0	+ 0.3	+ 0.8	+ 1.6	▲ 1.0
設備投資	▲ 0.1	+ 1.1	+ 0.3	+ 0.3	+ 0.2
在庫変動	▲ 2.0	▲ 0.7	▲ 0.6	+ 0.0	+ 1.0
その他	+ 0.5	▲ 0.4	+ 0.1	+ 1.7	▲ 0.8
外需	+ 1.4	+ 1.3	+ 0.5	▲ 1.0	+ 2.0

(資料)内閣府『国民経済計算』

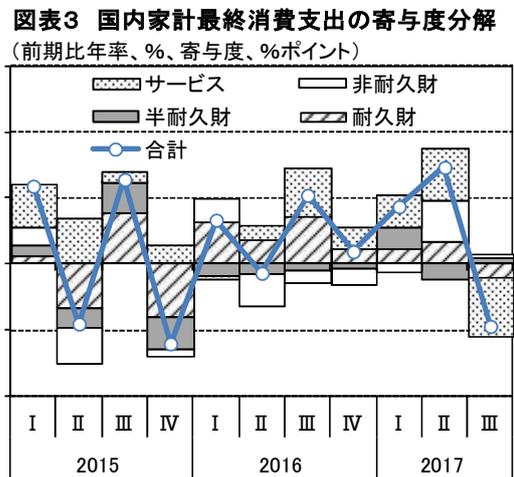
2. 個人消費・雇用環境・所得の先行き

4～6月期に前期比年率2.8%の伸びを示し経済成長の主役を担った個人消費は、今期は同▲1.8%とマイナスに落ち込んだ。この一番の要因は4～6月期からの反動とみている。図表2は個人消費の動きとそのトレンドを並べてみたもので、これによると4～6月期の個人消費は過去の動きからみたトレンド水準から大きく乖離していることが分かる(図表2)。4～6月期は株高によるマインド改善や、耐久財サイクル等の特殊要因で一時的に個人消費が押し上がり、今期はトレンド水準に回帰した動きをしたとみている。

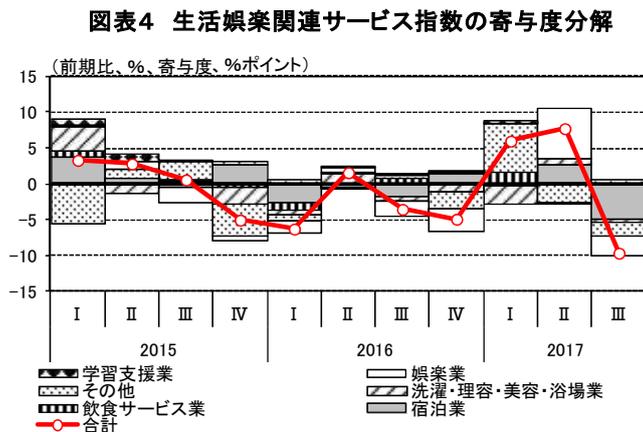
また、今夏の天候不順も個人消費を押し下げた可能性が高い。個人消費の動きを財・サービス別にみると、これまで個人消費を支えてきたサービスへの支出がマイナスに転じている(図表3)。第3次産業指数からサービスの動きを追うと、娯楽業や宿泊業がマイナス寄与となり、指数を押し下げていることが分かる(図表4)。このことから、夏の悪天候で、消費者が夏休みのレジャーを控えたことで個人消費の押し下げ圧力となった可能性が高いとみている。



(注)トレンドには後方4四半期平均を使用。
(資料)内閣府『国民経済計算』



(資料)内閣府『国民経済計算』

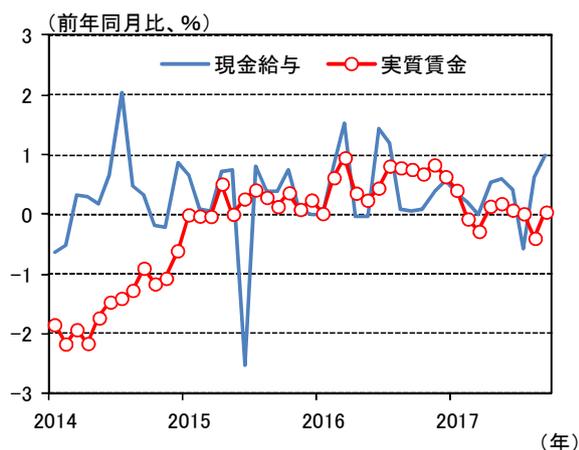


(注)自動車整備業を除く。
(資料)経済産業省『第3次産業活動指数』

個人消費はマイナスとなったが、従来の見通しと比べて所得面では前向きな動きが出始めている。9月の現金給与は前年同月比+0.9%と0%台後半を維持し、後述する9月のCPIコアの同+0.7%と同程度の伸びを示したことで、弱含んでいた実質賃金も持ち直してきた(図表5)。こうした背景にあるのは、労働市場の逼迫である。9月の失業率は2.8%となり6月から4ヶ月連続で自然失業率の水準とみられる3%を下回っている(図表6)。足元では労働市場の逼迫が賃金上昇につながってこなかったが、人手不足が深刻化するに従って徐々に波及し始めたとみられる。

先行きをみると、労働需給の逼迫が他業種より進んでいる宅配便業界で、サービス価格引き上げを通じた賃上げの動きが出てきたことがプラス材料となる。2017年10月以降、宅配便各社がサービス価格値上げの動きを見せはじめた。値上げによって得られた利益の一部は、人手不足への対応のために、労働者の賃金等、待遇改善の原資になるとみられる。こうした動きは現時点では一部の業界に限られるが、人手不足が更に深刻化することで、他の業種へ波及していく可能性は高いとみており、今後も持ち直していくことが見込まれる。当部の物価上昇の見通しを前提とすると、実質雇用者報酬は2017年度で0.5%、2018年度で0.7%と緩やかなプラス成長を続け、個人消費は、2017年度+1.0%と4～6月期の特殊要因による押し上げの影響で、実質雇用者報酬の伸びを上回るが、2018年度は+0.7%と落ち着いた実質雇用者報酬に見合った動きになると見込む。

図表5 現金給与額(名目賃金)と実質賃金の推移



(注)実質賃金は、現金給与をCPIコアで実質化した。

(資料)厚生労働省『毎月勤労統計調査』、
総務省『消費者物価指数』

図表6 失業率



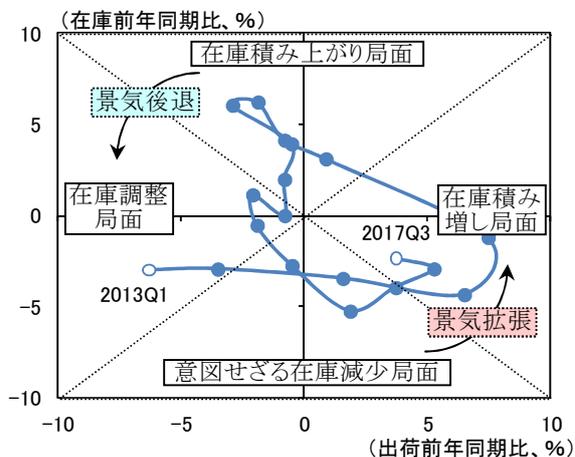
(資料)総務省『労働力調査』

3. 設備投資・生産の先行き

設備投資は、企業の好調な収益環境を背景に前期比年率+1.0%と4～6月期の同+1.9%からは若干の減速はあったものの堅調な伸びを示した。先行きについては[前回の経済見通し\(2017年9月号\)](#)で示した、世界経済の回復による輸出増と円安によって高水準の企業収益が維持され、設備投資も堅調な伸びを示す、という見方は変更していない。この見方に加えて、足元の在庫の動きは今後の設備投資の動きを予測する上でプラス材料になる。今期の実質GDP成長率においては、在庫変動がプラス寄与になったことにみられるように、足元では国内の生産活動は景気拡張期に当たる「在庫積み増し局面」にある(次頁図表7)。この在庫の積み増しは、出荷内訳の内容から輸出向けによるものとみられ、今後も世界経済の回復に合わせて出荷増、生産増のサイク

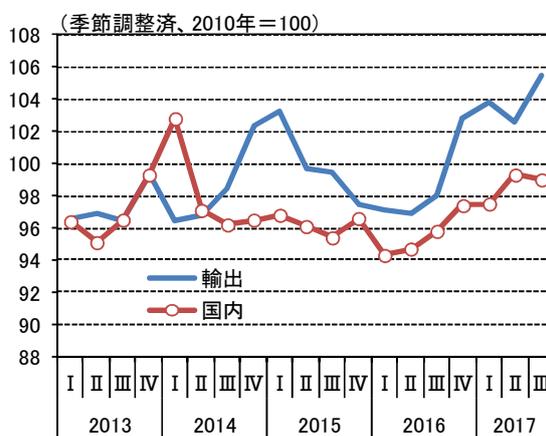
ルが続くことが想定される(図表8)。生産の拡大に伴って、設備更新を意図した設備投資需要が見込まれることから、設備投資は堅調な伸びを示し、2017年度は+2.2%、2018年度は本稿二節でみた賃金上昇が、企業のコスト増となるため収益に若干のブレーキがかかることから+1.7%と減速するも、見通し期間を通じてプラスの成長を見込む。

図表7 在庫循環図



(資料)経済産業省『鉱工業指数』

図表8 鉱工業出荷内訳

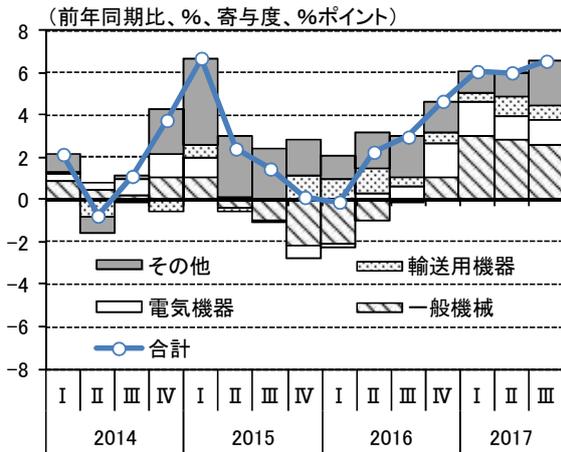


(資料)経済産業省『鉱工業出荷内訳表』

4. 輸出の動向

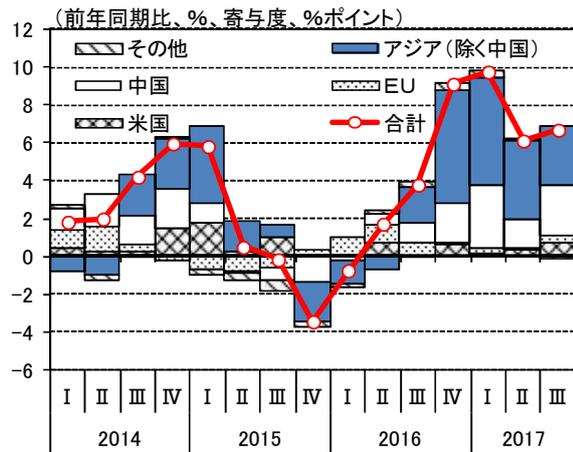
4～6月期にマイナスに落ち込んだ実質輸出は、情報関連財を含む電気機器が持ち直したことで、前期比年率+6.0%とプラスに転じ、7～9月期の実質GDP成長率押し上げの主因となった(次頁図表9)。電気機器の輸出先を国・地域別にみると、4～6月期に落ち込んだ中国向けが回復すると共に、これまで不振が続いていた米国も寄与度のプラス幅を伸ばしており、米国景気の持続もIT需要を支えていることが伺える(次頁図表10)。また、今夏については新型iPhoneが発表される等、ITサイクルによる追い風があったことも電気機器輸出が好調な動きをみせた一要因とみられる。先行きについては、後述するアジア、欧米での地政学的リスクはあるが、先進国と新興国のいずれも製造業PMIは50を超える水準を維持していることから、グローバルな経済回復が続くとの見方がメインシナリオである(次頁図表11)。貿易指数も世界経済の回復に合わせて増加トレンドを維持しており、今後も安定した実質輸出の伸びが期待出来る(次頁図表12)。2017年度の実質輸出の伸びは+5.0%、2018年度は+3.0%と景気の下支え役が続くであろう。

図表9 商品別実質輸出の寄与度分解



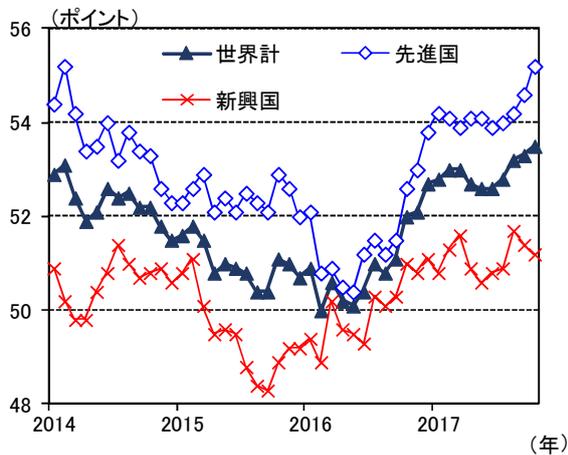
(注) 商品別に、対応する輸出物価指数で実質化。
(資料) 財務省『貿易統計』、日本銀行『企業物価指数』

図表10 地域別実質輸出の寄与度分解(電気機器)



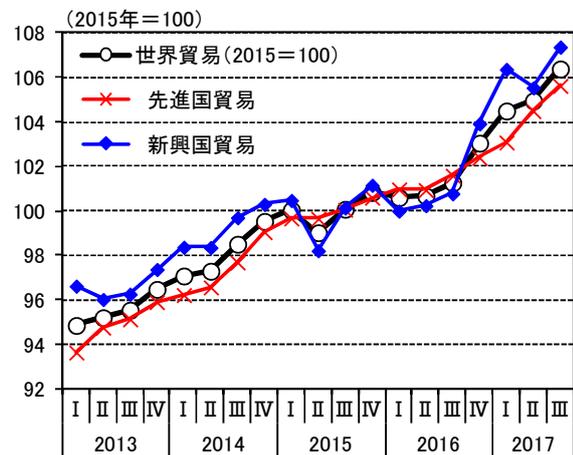
(資料) 財務省『貿易統計』、日本銀行『企業物価指数』

図表11 製造業 PMI



(資料) オランダ経済統計局

図表12 世界貿易指数



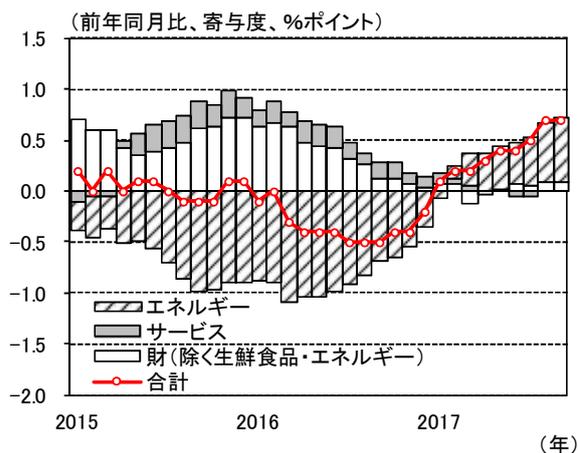
(資料) QUICK Factset

5. 物価と金融政策

(1) 物価動向

生鮮食品を除いたCPIコアは、2017年9月には前年同月比+0.7%まで伸びが高まってきている(次頁図表13)。しかし、物価上昇の牽引役は依然としてエネルギー価格の上昇によるもので、食料品とエネルギーを除いたCPIコアコアは前年同月比0%と横ばいを維持している(次頁図表14)。8月には物価上昇品目の割合も一時上昇の動きを見せていたが、9月には再び下落し、物価情勢が弱いままであることを示唆している。

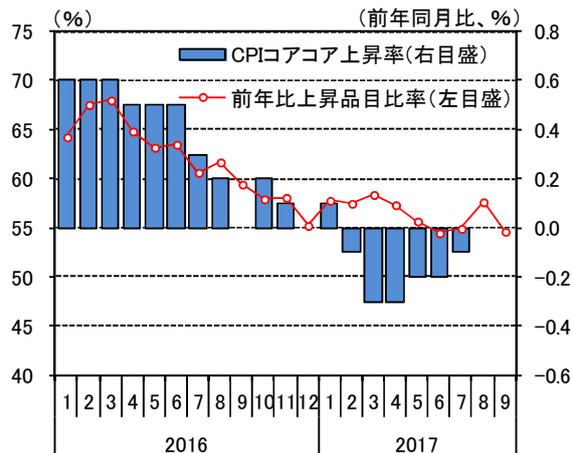
図表 13 CPIコアの寄与度分解



(注) 消費増税の影響を除く。

(資料) 総務省『消費者物価指数』

図表 14 CPIコアコアと物価上昇品目の割合



(資料) 総務省『消費者物価指数』

先行きについては、今後エネルギー価格による押し上げ効果が剥落して、物価上昇圧力が弱まるものの、足元の原油価格上昇がこの動きを鈍らせる、という[前回の経済見通し\(2017年9月号\)](#)で提示した基本的な見方に変更はない。加えて足元では、本稿二節でみた宅配便各社のサービス価格の値上げのように、人手不足を原因としたコスト増を消費者に転化し、物価押し上げ効果が期待出来る環境になってきた。今後は1%に届かないものの緩やかな物価上昇は続くと思われ、2017年度は0.7%、2018年度+0.8%の物価上昇になると見込む。

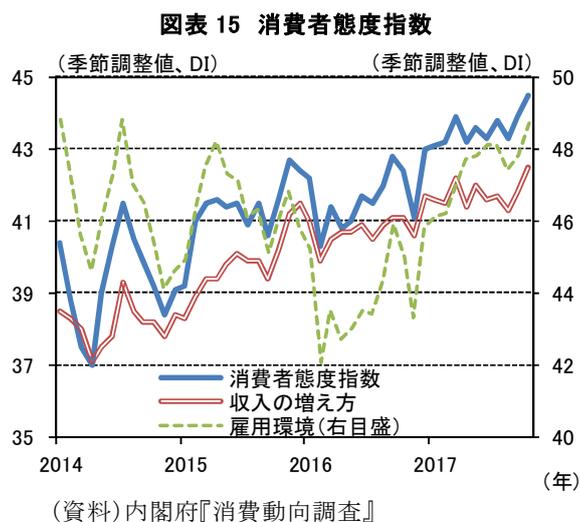
(2) 金融政策の先行き

日銀の目標達成には遠いが、緩やかながら上昇を続ける物価情勢と、物価上昇を加速させる程の強さがない国内景気回復が持続する下では、日銀の政策スタンスは引締め・緩和、そのどちらにも至らず現状維持がメインシナリオとなる。一方で海外の主要中央銀行が金融緩和の出口に向かい始めている。米国では、9月のFOMC決定通りにFRBによるバランスシートの縮小が10月から開始されると共に、12月の利上げがほぼ確実視され、英国ではBOEが11月のMPCにおいて、失業率の低下が示唆する持続的なスラックの縮小によるインフレ圧力の高まりを根拠として、0.25%から0.50%への政策金利引き上げを決定した。ECBは10月に①2018年9月までの期間延長と②月額600億ユーロから300億ユーロへの資産買取額の減額を内容とする資産買取プログラムの変更を決定した。ECBの決定は利上げには至っていないものの、実質的にはテーパリングと考えられ金融正常化へ進み始めている。

海外中銀が金融正常化へ向かう道筋が具体化していくことで、現状維持を選択し続ける日銀との金融政策スタンスの乖離が広がった今の状況は、[前回の経済見通し\(2017年9月号\)](#)の時よりも、金利上昇圧力は更に高まっており、日銀の金利コントロールを益々難しくさせているとみている。本稿では、海外からの金利上昇圧力が高まっていくことで、日銀は現在「0%程度」に置いている10年国債金利の誘導水準を、2018年4～6月期頃に「0.1%程度」に引き上げざるを得ない状況に置かれるとみているが、海外中銀の動向次第では引き上げの時期や上げ幅の拡大ペースが早まる可能性はある。但し、緩やかではあるが景気回復が続き、物価も着実に上昇を続ける現在の経済状況に鑑みるに、長期金利の上昇が小幅であれば、景気に対しては中立的になるため、日銀の受動的な政策変更が日本経済に大きなインパクトを与えるとはみていない。

6. まとめとリスク

今回の実質GDPは、個人消費が特殊要因で下降れたことを除き、日本経済は堅調な回復を続けていると評価出来る。マイナスに落ち込んだ個人消費であるが、消費者のマインドは弱くなっていないため、堅調な所得・雇用環境が続くことで、10～12月期にはプラスに持ち直す可能性が高く、外需と内需がバランス良く景気回復を支える姿へ戻るとみられる(図表15)。先行きをみても、国内には日本経済にとってマイナスとなる材料が少なく、堅調な景気回復は続くと考えられ、2017年度の実質GDP成長率は+1.5%、2018年度は公共投資の経済効果が剥落し+1.1%と減速するも、いずれも1%を上回るペースで景気回復が続くと見込む。



好調な企業部門は世界経済の回復に拠っている部分が大きいため、先行きのリスクとして引き続き海外情勢に注意する必要がある。まず、アジアに目を向けると、足元では特に北朝鮮情勢の膠着状態長期化が挙げられる。また中国についても、過剰設備、過剰債務の解消を進めながらも、安定成長を維持するという難度の高い運営で、難しい舵取りが求められるため、新指導部の経済運営のスタンスも大きなリスク要因となる。

欧米でも、米国のトランプ政治の停滞により債務上限問題が先送りされることで、国内景気を下振れさせる可能性があり、英国とEUのBrexit交渉では、債務清算等の離脱協定や貿易・金融関係に影響する新枠組協定等の交渉が難航することが考えられる。このいずれも先行きが不透明な状況が長引くことで、グローバル金融市場の動揺を招き易くなり、世界経済の減速や円高によって景気回復を続ける日本が腰折れする要因となり得る。

(経済調査チーム 加藤 秀忠 : Kato_Hidetada@smtb.jp)

総括表 2017・2018年度までの内外経済見通し

(作成日：2017年11月24日)

	2017年度		2018年度		2017上	2017下	2018上	2018下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
<実質・2010年基準>								
国内総支出	531.1	1.5	537.0	1.1	0.9	0.5	0.6	0.6
民間最終消費	300.3	1.0	302.4	0.7	0.6	0.2	0.4	0.4
民間住宅投資	16.4	2.1	16.5	0.7	1.1	-0.1	0.5	0.5
民間設備投資	83.3	2.2	84.8	1.7	0.8	0.8	1.0	0.8
民間在庫品増加(実額)	-0.1	寄与度 -0.1	0.2	寄与度 0.1	-0.5	0.3	0.3	0.3
政府最終消費	106.5	0.7	107.7	1.1	0.5	0.2	0.6	0.8
公的固定資本形成	25.4	2.7	25.6	0.9	4.5	-0.7	0.8	0.8
財貨・サービス輸出	89.7	5.0	92.3	3.0	1.5	1.8	1.4	1.4
財貨・サービス輸入	90.7	2.5	92.6	2.1	1.3	0.5	1.3	1.1
内需寄与度	1.0	民需 0.8	0.9	民需 0.7				
外需寄与度	0.4	公需 0.3	0.2	公需 0.3				
<名目>								
国内総支出	547.8	1.8	558.3	1.9	0.9	1.3	0.5	1.4
GDPデフレーター	103.1	0.4	104.0	0.8	-0.2	0.9	0.8	0.8
企業物価 * (10年=100)	98.5	1.8	99.6	1.1	2.3	1.4	1.1	1.2
輸出物価 * (10年=100)	95.5	4.6	97.2	1.8	6.5	2.8	1.9	1.7
輸入物価 * (10年=100)	93.5	9.5	96.4	3.1	12.1	7.1	2.8	3.5
消費者物価 * (15年=100)	100.4	0.7	101.2	0.8	0.5	0.8	0.8	0.8
鉱工業生産 * (10年=100)	102.8	4.3	104.3	1.4	5.0	3.7	1.9	1.0
失業率 (%)	2.8	-0.1	2.7	0.0	2.8	2.7	2.7	2.6
雇用者数 *(万人)	5,842	1.2	5,913	1.2	1.4	1.4	1.2	1.2
1人当雇用者報酬伸び率*(%)	0.5	-	0.7	-	0.4	0.6	0.7	0.7
新設住宅着工戸数(万戸)	97.8	0.4	97.7	-0.1	97.9	97.9	96.4	99.1
貿易収支(10億円)	7,368	-	10,716	-	2,456	4,912	4,990	5,727
輸出 *(10億円)	77,883	10.2	82,828	6.3	11.6	8.9	8.1	4.7
輸入 *(10億円)	70,515	8.6	72,112	2.3	14.4	3.6	1.4	3.1
第一次所得収支(10億円)	19,074	-	20,242	-	9,224	9,851	9,881	10,362
経常収支(10億円)	23,911	-	29,441	-	10,229	13,682	14,115	15,326
マネーサプライ *(M2,兆円)	982.1	3.8	1016.4	3.5	4.0	3.6	3.5	3.5
ドル/円レート(円、期中平均)	112.1	-	114.1	-	111.0	113.1	113.8	114.4
輸入原油価格(ドル/バレル)	52.0	-	56.5	-	51.5	52.6	55.5	57.5
米国実質GDP(10億ドル)	17,089	2.2	17,500	2.4	1.8	2.9	2.3	2.2

(注) GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。

*印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。

米国の暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

	4-6	7-9	10-12	2018/1-3	4-6	7-9	10-12	2019/1-3
コールレート(無担保・翌日)	-0.06	-0.06	-0.08	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10年国債利回り	0.04	0.05	0.07	0.08	0.12	0.15	0.15	0.15
ドル/円レート	111.1	111.0	112.9	113.4	113.7	114.0	114.3	114.6

(期間平均値)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。